

35/2013

16 abril de 2013

*José M<sup>a</sup> López Jiménez*

*Daniel Coronas Valle*

FONDOS SOBERANOS: ENTRE LA  
NECESIDAD Y LA RAZÓN DE ESTADO

[Visitar la WEB](#)

[Recibir BOLETÍN ELECTRÓNICO](#)

## FONDOS SOBERANOS: ENTRE LA NECESIDAD Y LA RAZÓN DE ESTADO

### Resumen:

Los fondos soberanos son protagonistas relevantes de la economía mundial de nuestros días, pero es necesario que actúen con sujeción a normas. Su desempeño debe ser transparente. Simultáneamente, su relación con la deuda soberana y con compañías estratégicas del sector privado debe ser analizada. Emerge un nuevo concepto, el de «riesgos financieros para la soberanía».

### Abstract:

*Sovereign Wealth Funds are nowadays strong players in the economic world, but it is necessary to create some rules for them. Transparency must be required to them. At the same time, their role in relation with the sovereign debt and important private strategic companies must be analyzed. All the conclusions could be summarized in a new term: financial sovereignty risks.*

### Palabras clave:

Fondos soberanos, transparencia, fronteras estatales, deuda soberana, compañías estratégicas privadas, riesgos financieros para la soberanía.

### Keywords:

*Sovereign Wealth Funds, transparency, State boundaries, sovereign debt, private strategic companies, financial sovereignty risks.*

«Se puede resistir a un ejército invasor pero no se puede resistir a una idea cuyo tiempo ha llegado»,  
V́ctor Hugo

«El dinero huele bien venga de donde venga», Juvenal

## INTRODUCCIÓN

En un artículo anterior<sup>1</sup> tratamos de justificar cómo los fondos soberanos, en el marco de la crisis que golpea a Occidente desde 2007, están llamados a desempeñar un papel destacado en la actual etapa de estabilización económica y financiera, inyectando sus excedentes en las economías de los países que han sufrido el mayor castigo.

Los fondos soberanos se constituyen como un nuevo actor de la escena internacional, a través de los cuales los diferentes Estados defienden sus intereses interviniendo en el contexto económico mundial.

Sin embargo, dada la falta de transparencia de algunos fondos soberanos y la posible confusión de sus propósitos financieros y no financieros, o la prevalencia de éstos sobre aquéllos, el sentimiento de los Estados receptores de la inversión puede ser ambivalente. Como se afirma en el Informe sobre Fondos Soberanos 2012<sup>2</sup>, la «opacidad incuestionable» de estos fondos motivó la elaboración de los Principios de Santiago en 2008.

El índice de transparencia Linaburg-Maduell<sup>3</sup>, que valora, entre otros aspectos, si los fondos soberanos revelan sus estrategias y objetivos de inversión, muestra que son numerosos los fondos que no alcanzan los estándares mínimos o deseables de transparencia. No obstante, hemos de subrayar que hay algunos fondos que los cubren holgadamente, como son, por ejemplo, el de Chile, Mubadala de Abu Dhabi, Temasek de Singapur, NPRF de Irlanda, Azerbaiyán, Australia Future Fund, Alaska, Noruega y Nueva Zelanda, todos los cuales, con datos actualizados al último trimestre de 2012, han obtenido la mayor calificación posible.

De un lado, no cabe duda de que sin este apoyo financiero difícilmente podrían algunos Estados continuar moviendo los engranajes de su compleja y pesada maquinaria. De otro lado, no se puede ignorar que, más allá de las legítimas y aparentes motivaciones financieras, la intención del inversor soberano puede estar animada, desde el inicio o con carácter sobrevenido, por propósitos no financieros sino políticos.

Por consiguiente, hay Estados que se podrían encontrar entre Escila y Caribdis, ya que para huir de un mal (la crisis en que se encuentran sumidos) podrían caer en otro peor (ver

<sup>1</sup> CORONAS VALLE, Daniel y LÓPEZ JIMÉNEZ, José María, "Crisis y fondos soberanos: ¿el abrazo del oso?", Documento de Opinión 14/2013 (5/2/2013), Instituto Español de Estudios Estratégicos (IEEE), disponible en <http://www.ieeee.es/contenido/noticias/2013/02/DIEEEO14-2013.html> Fecha de la consulta 22.3.2013.

<sup>2</sup> INFORME SOBRE FONDOS SOBERANOS 2012, ESADE-KPMG-ICEX, editor, SANTISO, Javier, pág. 12. Disponible en [http://itemsweb.esade.edu/wi/Prensa/Fondos\\_Soberanos\\_2012\\_16.10.12.pdf](http://itemsweb.esade.edu/wi/Prensa/Fondos_Soberanos_2012_16.10.12.pdf) Fecha de la consulta 22.3.2013.

<sup>3</sup> Este índice se puede consultar en <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index> Fecha de la consulta 22.3.2013.

afectada su soberanía e independencia por sus pares, esto es, por los Estados que controlan los fondos soberanos).

Si, además, el receptor forma parte de un entramado de integración con otros Estados, sus socios sanos financiera y económicamente podrían ver debilitada su fortaleza, o quedar expuestos a riesgos que de otro modo no les hubieran alcanzado, por lo que cabe la reflexión de si no sería preferible solicitar el socorro de los socios antes que el de terceros extraños.

En el presente artículo nos centraremos en la conjetura de que un fondo soberano inversor persiga fines no financieros sino políticos (o que el peso de los fines políticos sea, proporcionalmente, mayor que el de los financieros), y las formas en que, una vez superadas o burladas las murallas que circundan la soberanía estatal, con el caballo de Troya radicado ya en su mismo corazón, podría un país ejercer, con la mediación de un fondo soberano, presión sobre otro. Previamente, nos parece pertinente dedicar algún espacio a las más recientes tendencias en la creación y gestión de los fondos soberanos, al vigente contexto social, económico y financiero, y a cómo se ha transitado de unas relaciones entre Estados regidas por la fuerza a otras en las que prevalece el peso de la economía, del comercio y de las finanzas. Finalizaremos con algunas conclusiones al hilo de todo lo anterior.

## RECIENTES TENDENCIAS EN LA CREACIÓN Y GESTIÓN DE FONDOS SOBERANOS

De un primer análisis de los casi 70 fondos soberanos que se agrupan en el Instituto de Fondos Soberanos (SWFI), que en la actualidad manejan más de 5,3 billones de dólares en el mundo, llama inicialmente la atención que 19 de ellos hayan sido creados desde el inicio de la crisis financiera que hoy padecemos<sup>4</sup>.

Esto reforzaría la idea de que el dinero, simple y llanamente, ha cambiado de manos, es decir, de localización geográfica, y que, con dicho cambio, también han variado las influencias políticas y las estrategias en todos los sentidos (alianzas geopolíticas).

De los 19 fondos soberanos de «última generación», 4 pertenecen a países occidentales: Francia, Italia, Australia y el del Estado norteamericano de Dakota. ¿Se han percatado los Estados occidentales de la importancia estratégica que estos instrumentos financieros tienen o pueden tener? Lo dudamos, aunque es posible que en la opinión pública mundial no despierten igual recelo los fondos de países occidentales que aquellos que proceden de otros países y culturas periféricas.

De los 10 primeros fondos soberanos por tamaño, 8 superan el test Linaburg-Maduell; 2 suspenden: el SAFE chino (tercero en volumen) y el SAMA de Arabia Saudí (cuarto en volumen). El primer fondo por volumen, el noruego, obtiene la máxima calificación en cuanto a su transparencia.

---

<sup>4</sup> <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings> Fecha de la consulta 22.3.2013.

En el exhaustivo informe anual relativo a 2012 del fondo soberano noruego<sup>5</sup> se desglosa con absoluta claridad la política de inversiones del mismo y su contabilidad analítica. El fondo proclama su vocación de búsqueda de rentabilidad a largo plazo en un contexto de estabilidad en la inversión. Sorprende comprobar cómo, por sectores de inversión, el de la energía (petróleo, gas) no es el de mayor protagonismo, sino el sector financiero, lo que estaría auspiciado, probablemente, por la alta rentabilidad derivada de la tenencia de la deuda soberana emitida por determinados países. Asimismo, sobresalen las inversiones en el sector inmobiliario, favorecidas por los bajos precios consecuencia de la explosión de la burbuja inmobiliaria.

El propio fondo soberano noruego contribuye a la buena gobernanza corporativa de las empresas en las que invierte, promoviendo reglas de comportamiento adecuado y sostenible, y trasladando su política de comunicación abierta y toma de decisiones a estas empresas (publicidad de los acuerdos societarios, tratamiento homogéneo de los accionistas, definición del papel del directivo de la compañía, no interferencia en los mercados financieros, etcétera).

Los fondos de países como Libia, Argelia (de significativo valor estratégico y comercial para España como suministrador de gas), Brunei, Omán, o Venezuela, están en los últimos puestos de transparencia del índice Linaburg-Maduell. Varios fondos de China y Emiratos Árabes Unidos están pendientes de revisión y calificación.

Quizás de este panorama podríamos colegir la necesidad de que fuera un requisito mínimo para permitir la inversión de estos fondos en otro país el de recabar, al menos, un aprobado o notable en su política de inversiones y gestión, ya se midiera dicha nota con el citado índice Linaburg-Maduell, u otro que contara con la suficiente aceptación tanto de los inversores como de los destinatarios de la inversión.

También es constatable la existencia de fondos soberanos directamente controlados por personas largamente aferradas al poder en Estados con un nivel de democracia nulo o bajo. Este sería el caso, por ejemplo, del fondo libio, que aparece ligado a la familia Gadafi, o el del fondo de Guinea Ecuatorial, vinculado a la familia Obiang<sup>6</sup>. En estos supuestos, la existencia de fines personales o coyunturales debería ser suficiente para impedir su libre desenvolvimiento inversor, o limitarlo parcialmente.

Con todo lo expuesto es probable que el lector pueda explicarse las «extrañas» (por infrecuentes e inusuales) relaciones entre países tan distantes como Irán y Venezuela o China y Bolivia. Todos ellos son países que poseen fondos soberanos de inversión y tienen liquidez derivada de sus activos energéticos o materias primas. Sin embargo, ni siquiera entre estos países hay un estatuto claro que permita solventar divergencias, y parece que la

---

<sup>5</sup> El informe anual de 2012 del fondo soberano noruego se puede consultar en el siguiente enlace: <http://www.nbim.no/Global/Reports/2012/Annual%20report/Annual%20report%2012.pdf> Fecha de la consulta 22.3.2013.

<sup>6</sup> INFORME SOBRE FONDOS SOBERANOS 2012, op. cit., págs. 90-91.

toma de las principales decisiones queda en manos de sus dirigentes políticos, con la volatilidad que eso puede suponer y las «hipotecas» que ello puede generar.

## CONTEXTO ECONÓMICO Y SOCIAL

La crisis económica, que al principio fue financiera, es global, pero, dentro de su generalizada virulencia, es evidente que ha afectado con mayor intensidad a unos que a otros, y que hay Estados que no sólo han emergido incólumes de las aguas revueltas, sino que han salido francamente reforzados.

Europa es, dentro de su avanzado nivel de desarrollo, una de las áreas más afectadas, mientras que Oriente Medio y Asia, aguijoneados tanto por la posesión de recursos naturales, en el primer caso, como por la disposición de unos sistemas de organización política y social mixtos y por la ostentación de una determinada visión estratégica del mundo, en el segundo, son los campeones del nuevo orden mundial, ante la mirada inquieta de unos aún poderosos Estados Unidos.

La incapacidad de nuestro continente para alcanzar posiciones comunes básicas, partiendo de la complejidad inmanente a una gestión política a 27 bandas, está pasando factura.

Cabe esperar que la lucha contra las crisis económica, financiera, social y de la solidaridad siga siendo la prioridad máxima de Europa a mediados de la actual década (Comité Económico y Social Europeo<sup>7</sup>).

El análisis estratégico en la toma de decisiones parece que no tiene cabida en la agenda de las potencias europeas, y el estudio de la ratio de las acciones y omisiones de los demás sujetos internacionales se antoja quimérico.

Steinberg<sup>8</sup> manifiesta con crudeza, en lo que nos afecta como europeos, que «la realidad económica y geopolítica mundial que Europa se encontrará cuando por fin supere su crisis interna y deje de ser el nuevo “enfermo del mundo” tendrá poco que ver con la que existía hace tan solo una década».

El resto del mundo, encabezado por los países emergentes, está trazando las reglas que regirán la política y la economía planetaria de los próximos cien años, ante el pasmo de un viejo continente que solo es capaz de apagar fuegos, sin dejar de mirarse el ombligo, a la vez que dilapida el bienestar logrado en la segunda mitad del siglo XX.

<sup>7</sup> COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO. Dictamen sobre el tema «Crecimiento inteligente e integrador» (2012/C 351/01), 2012.

<sup>8</sup> STEINBERG, Federico, “Un mundo cambiante: el impacto en las relaciones internacionales de las nuevas macro-tendencias económicas, políticas y sociales”, ARI 81/2012 (5/12/2012), *Real Instituto Elcano*, disponible en [http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/riecano/contenido?WCM\\_GLOBAL\\_CONTEXT=/elcano/elcano\\_es/zonas\\_es/ari81-2012\\_steinberg\\_mundo\\_cambiante\\_nuevas\\_tendencias\\_rrii](http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/riecano/contenido?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/elcano/elcano_es/zonas_es/ari81-2012_steinberg_mundo_cambiante_nuevas_tendencias_rrii) Fecha de la consulta 22.3.2013.

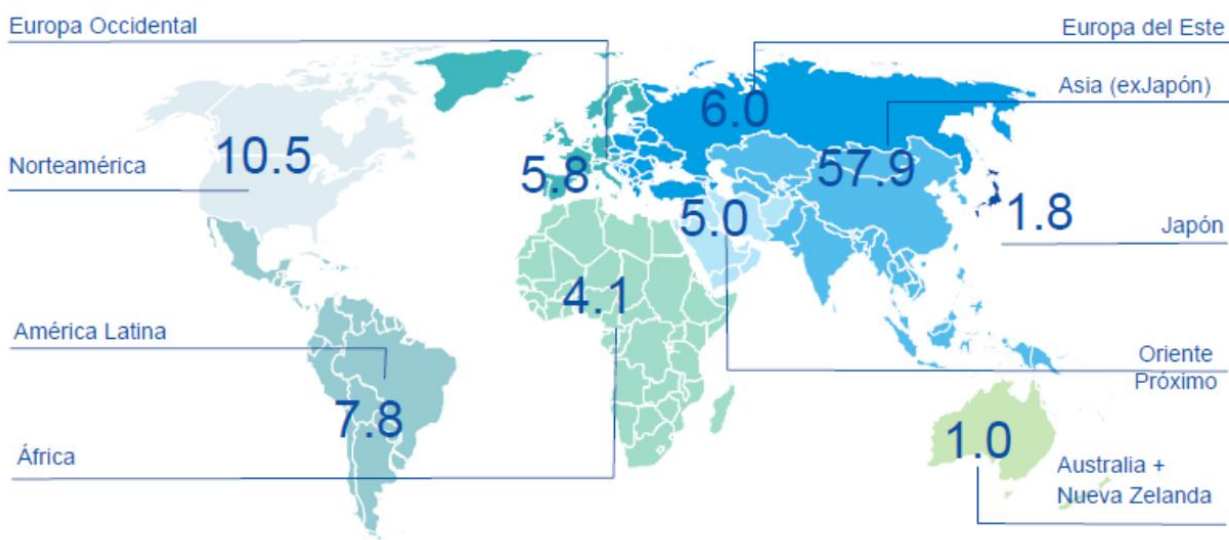
Las regiones de Oriente Medio, América Latina, el sudeste asiático y China son actualmente las poseedoras de la liquidez que las economías occidentales necesitan<sup>9</sup>.

Del siguiente cuadro, tomado de BBVA Research (2012), se infieren e intuyen los polos de desarrollo económico que marcarán los flujos de liquidez entre las diversas partes del mundo en los próximos años. El papel prevalente de China y del sudeste asiático es arrollador y, aparentemente, irresistible.

### Gráfico 1: Crecimiento mundial 2011-2021

#### Contribución al crecimiento mundial entre 2011 y 2021 (en % sobre el total)

Fuente: BBVA Research y FMI (WEO)



Este es, en síntesis, el caldo de cultivo para la acentuación de los nuevos intercambios comerciales y económicos del mundo del siglo XXI, sustentados en un sistema financiero internacional que canalizará los recursos desde los agentes que tienen capacidad de financiación hacia los que tienen necesidad de la misma<sup>10</sup>.

Uno de los cauces estelares de estas nuevas finanzas internacionales son los fondos soberanos, hechos de materia «mercatoria» o «especuladora» (inversora) pero con alma estatal.

La proliferación de los fondos soberanos, que aprovechan las ventajas de los mercados, pero sin romper el cordón umbilical que les une a entidades estatales, parece inevitable, con la circunstancia de que los mercados y los Estados se rigen por principios y lógicas diversas cuando no totalmente incompatibles. Kant ya se percató de ello cuando afirmó que «un

<sup>9</sup> INFORME SOBRE FONDOS SOBERANOS 2012, op. cit., pág. 4.

<sup>10</sup> Definición del sistema financiero tomada de *Guía financiera básica (Edufinet)*, Universidad Pablo de Olavide, Universidad Internacional de Andalucía, Universidad de Málaga, Universidad de Jaén y Unicaja, Editorial Aranzadi, 4ª ed., 2012 (también disponible en <http://www.edufinet.com>).

sistema de crédito, como instrumento en manos de las potencias en su lucha entre ellas es un poder económico peligroso»<sup>11</sup>.

La expansión de los mercados y de sus valores éticos a esferas de la vida a las que no pertenecen ha sido una de las causas de la Gran Recesión, y quizá sea uno de los acontecimientos más importantes de nuestra época, en opinión de Sandel<sup>12</sup>.

La iniciativa económica y empresarial merece ser salvaguardada, aunque si no se acota el terreno de juego y se atempera su ímpetu, el potencial de unos mercados descontrolados puede ser devastador.

Dando un paso más, un mercado bajo el control de los agentes estatales, sojuzgado por la política y sus vericuetos, y atado a la perentoriedad, la oportunidad y la inestabilidad inherentes a las relaciones entre Estados, puede introducir elementos de aleatoriedad altamente desestabilizadores en todos los niveles.

La ocasional instrumentalización de los fondos soberanos sería tan solo una de las múltiples facetas de las nuevas formas de presión y confrontación económica estatal, entre las que tendrían cabida el cierre de mercados, la guerra de divisas, el descontrol de la inflación, etcétera.

Pero, ¿pueden los Estados en crisis, cada vez más agitados socialmente, sedientos de liquidez, permitirse el lujo de rechazar la mano tendida de los inversores extranjeros, en general, y de los fondos soberanos, en particular?

## **ECONOMÍA: LA CONTINUACIÓN DE LA GUERRA POR OTROS MEDIOS**

Antes de analizar cuáles son los riesgos concretos para los Estados que podrían venir ligados a las inversiones de los fondos soberanos, nos parece de interés trazar la evolución de las relaciones entre Estados. De la confrontación abierta, del recurso a la amenaza o al uso de la fuerza, formalmente prohibidos por el art. 2.4 de la Carta de las Naciones Unidas, se ha transitado a otro tipo de pugna, mucho más «civilizada» si se desea, pero pugna en todo caso, en el terreno de la economía, el comercio y las finanzas.

Son numerosos los pensadores que han reflexionado sobre la concepción del Estado como forma de organización política y que han mostrado una visión pesimista de la naturaleza humana. Fruto de esta visión, sostenida, por ejemplo, por Hobbes, Montesquieu o Madison, la confrontación es para ellos una constante que no se puede dejar de lado.

---

<sup>11</sup> KANT, Immanuel, *Hacia la paz perpetua. Un esbozo filosófico* (1795), Italia, Gráfica Veneta, S.p.A., 2011, págs. 17-18.

<sup>12</sup> SANDEL, Michael J., *What money can't buy. The moral limits of markets*, Nueva York, Farrar, Straus and Giroux, 2012, pág. 7.

En esta línea de pensamiento, pocos han sido tan visionarios como el florentino Maquiavelo. Vallespín<sup>13</sup> considera que el mensaje maquiavélico no puede ser más meridiano: «la política siempre es estratégica, siempre ha de vérselas con actores que tratan de maximizar sus intereses con todos los medios a su alcance, y ninguno de ellos hace aspavientos a los instrumentos que sean necesarios para alcanzarlos».

En el análisis de las relaciones internacionales y su naturaleza, el enfoque ha sido análogo, distinguiéndose la tradición hobbesiana (relaciones internacionales como guerra de todos contra todos), la kantiana (en la que prevalece el carácter cooperativo como medio para alcanzar la sociedad emancipada y cosmopolita) y la grociana (eclectica, asignando un papel destacado al comercio, y a las relaciones económicas y sociales entre los Estados)<sup>14</sup>.

Creemos que en la génesis de los Estados, en la Europa del siglo XVI, y en los siglos inmediatos posteriores, prevaleció la visión pesimista o hobbesiana. Para Hinze<sup>15</sup>, «la rivalidad se convierte en una situación duradera, que hace brotar en todos los pueblos de Occidente el máximo de energía de la que son capaces. En ella reside el imperativo hacia un incremento cada vez mayor de racionalidad y la intensidad del funcionamiento del Estado; y a través de ella se produce al mismo tiempo una medida de seguridad y de protección jurídica (...) que constituye el presupuesto fundamental del capitalismo moderno».

No solo surge en esta etapa inicial el germen de lo que más adelante será el capitalismo, sino que, en la máxima expresión de la lucha entre Estados —la guerra— la financiación de la actividad estatal comenzó a ser cardinal. Dados los limitados recursos de los incipientes Estados y las deficiencias de los recién instaurados sistemas tributarios, el recurso al endeudamiento fue inevitable desde el principio.

La triada Estados-capitalismo-mercados de deuda, con el aderezo de la guerra y la competencia, es fácilmente reconocible, en consecuencia, desde el mismo comienzo de la actividad estatal.

Barbé<sup>16</sup> muestra que en los años sesenta del siglo XX se produce el paso del mundo de la alta política (*high politics*) movido por la fuerza militar de las superpotencias, a un mundo complejo, el de la baja política (*low politics*) determinado por factores sociales y económicos, comerciales y financieros. Así, la noción de interdependencia compleja (Keohane y Nye) implica «la existencia de un juego cooperativo entre los actores internacionales y, caso de producirse un conflicto, este último no se traslada al terreno político-militar ya que los instrumentos de actuación propios del “estado armado” son inútiles en el mundo de la interdependencia compleja».

<sup>13</sup> VALLESPÍN, Fernando, “Maquiavelo, nuestro contemporáneo”, *El País* (3.3.2013). Disponible en [http://elpais.com/elpais/2013/02/25/opinion/1361790661\\_221897.html](http://elpais.com/elpais/2013/02/25/opinion/1361790661_221897.html) Fecha de la consulta 22.3.2013.

<sup>14</sup> BARBÉ, Esther, *Las relaciones internacionales*, Madrid, Editorial Tecnos, 3<sup>a</sup> ed., 2007, págs. 47 y 48.

<sup>15</sup> Citado por RAMOS, Ramón, “La formación histórica del Estado nacional”, en BENEDICTO, J. y MORÁN, M.L. (eds.), *Sociedad y política. Temas de sociología política*, Madrid, Alianza Editorial, 2009, págs. 43 y 44.

<sup>16</sup> BARBÉ, op. cit., págs. 61-69.



En coherencia con lo anterior, el análisis de Russett y Oneal refleja que hay tres variables, medidas respecto a cualquier par de países, que ayudan a explicar la probabilidad de que éstos entren en guerra: las interconexiones económicas, las tradiciones democráticas y la pertenencia a organizaciones internacionales. Cuando estos tres factores se potencian al máximo, la probabilidad de guerra se reduce muy ostensiblemente. El factor más importante de estos tres es, para estos autores, la interconexión económica. Según otros estudios, más relevante que los flujos económicos son los flujos de capital (interconexión financiera), pues, cuanto mayores sean, menor será la probabilidad de conflicto<sup>17</sup>.

En conclusión, la soberanía, además de mostrar un cariz territorial, también podría ser observada desde el prisma financiero. En unas relaciones internacionales basadas en la fuerza militar, el elemento territorial del Estado es esencial. Sin embargo, en las relaciones entre Estados en las que prevalecen los contactos comerciales, financieros y económicos, la defensa del territorio, sin dejar de ser esencial, pasaría a un segundo plano.

De esta forma, el ataque dirigido al territorio podría resultar superado y ser sustituido más eficazmente por el «ataque financiero», incluso por el «terrorismo financiero», en un entorno cibernético, en el que el dinero tradicional (billetes y monedas) es minoritario en comparación con el dinero bancario, depositado y movilizable desde las entidades financieras, lo que permite transferir electrónicamente, de forma instantánea, ingentes cantidades de dinero a cualquier parte del mundo.

En la competencia estatal del siglo XXI, al menos en la competencia que afecta a los principales protagonistas, no parece probable, como se ha mostrado, la agresión territorial, que se corresponde con estadios anteriores del desarrollo de las relaciones internacionales.

En cambio, quizá se preste escasa atención a formas más sutiles de socavamiento de la soberanía, en la nueva vertiente, no tipificada aún, de la soberanía financiera.

Un Estado sin territorio es impensable. Un Estado sin soberanía financiera es una realidad hueca.

## **INVERSIÓN DE FONDOS SOBERANOS EN DEUDA PÚBLICA**

Desde su misma génesis, como fue señalado anteriormente, los Estados piden dinero prestado, ante la insuficiencia de los recursos generados internamente, en una tendencia que no cesa.

Esta apelación estatal al crédito se puede dirigir a inversores privados o a otros sujetos de Derecho Internacional Público (Estados y Organizaciones Internacionales), que suscriben

---

<sup>17</sup> Todo ello citado en SHILLER, Robert, *Las finanzas en una sociedad justa. Dejemos de condenar el sistema financiero y, por el bien común, recuperémoslo*, Barcelona, Deusto, 2012, págs. 373-375. El análisis de las interconexiones financieras es efectuado por Gartzke, Li y Boehmer.

directamente la deuda pública emitida por los Estados (mercado primario), o la adquieren no de los Estados sino de otros inversores (mercado secundario).

El caso de los fondos soberanos es intermedio, pues es un instrumento de inversión aparentemente privado, controlado realmente por un Estado, el que presta a otro Estado (aunque también se podría canalizar esta inversión soberana hacia el sector privado, como se analizará posteriormente).

Hemos apuntado la insuficiencia de los recursos generados por los Estados como causa de la necesidad de pedir fondos a terceros, pero, lógicamente, esta carestía se debe relacionar con la consecución de determinados fines estatales. En las modernas sociedades democráticas estos fines se corresponden, esencialmente, con la provisión de los servicios públicos necesarios que permita a los ciudadanos el libre desarrollo de su personalidad, siendo su manifestación más clara el Estado del Bienestar surgido en Europa tras la Segunda Guerra Mundial (López Jiménez<sup>18</sup>). En palabras del profesor Valle<sup>19</sup>, de forma genérica y global, «la misión del sector público es elevar el bienestar de los ciudadanos en un contexto de libertad y democracia».

Adam Smith, cuya influencia en este punto llega hasta nuestros días, defendió la utilización de los impuestos como regla general para la financiación de los gastos públicos, admitiendo el recurso a la deuda pública en épocas de guerra o en otras ocasiones especiales. Esta concepción ha evolucionado hasta lo que ha venido a conocerse como «regla de oro de las finanzas públicas». La visión clásica se vio sacudida por el impacto de la economía keynesiana, que justificaba la creación de deuda como un subproducto necesario de la expansión fiscal para asegurar un nivel elevado de empleo y una mayor equidad en el reparto de la carga, vía pago de intereses. En la última década del siglo XX tomó fuerza un nuevo paradigma económico que aboga por la promoción de un marco de estabilidad monetaria y financiera como requisito para la creación de riqueza y de empleo, que es el consagrado, por ejemplo, en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), y que se puede considerar como paradigma dominante, que no unánime, de nuestros días<sup>20</sup>.

Con relación al PEC, esta visión implica que, en términos generales, la deuda pública no debería exceder del 60% del PIB, y el déficit público no debería superar el 3% del PIB.

En el caso de nuestro país, por poner un ejemplo cercano, la deuda total de las Administraciones Públicas alcanzó en diciembre de 2012 un saldo de 884.416 millones de euros, lo que supone que, en términos del PIB, la ratio de deuda se situó en 2012 en el 84,1%<sup>21</sup>. El coste de la deuda fue del 3%, luego la cantidad satisfecha en 2012 a los

<sup>18</sup> LÓPEZ JIMÉNEZ, José María, “Un caso concreto de impago de deuda soberana: la retención en Ghana de una fragata argentina a petición de un fondo de inversión norteamericano”, *Extoikos*, núm. 9, págs. 21-25. Disponible en <http://www.extoikos.es/numero9.htm> Fecha de la consulta 22.3.2013.

<sup>19</sup> VALLE SÁNCHEZ, Victorio, “El papel del sector público en una economía moderna”, *Extoikos*, núm. 9, págs. 5-9. Disponible en <http://www.extoikos.es/numero9.htm> Fecha de la consulta 22.3.2013.

<sup>20</sup> DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, José Manuel y LÓPEZ JIMÉNEZ, José María, “Estabilidad presupuestaria y reforma constitucional en España”, *Diario La Ley*, núm. 7.760, 22 de diciembre de 2011, págs. 1-9.

<sup>21</sup> BANCO DE ESPAÑA, Novedades en la difusión y elaboración de la deuda de las Administraciones Públicas

acreedores del Reino de España fue de, aproximadamente, 26.500 millones de euros, y el déficit público, incluyendo el importe del rescate bancario, llegó al 10,2%<sup>22</sup>. El plazo de vencimiento de la deuda española se situó al cierre de 2012 en 6,35 años<sup>23</sup>.

En consecuencia, en época de crisis los Estados se encuentran en la necesidad de, con una actividad económica menguante, pagar más deuda, lo que comprende tanto la devolución del capital como el abono de los intereses devengados, y asumir un coste de la deuda creciente, para compensar al inversor del mayor riesgo de impago (a mayor riesgo, mayor interés).

Los Estados tendrán que gastar menos (recortes) y recaudar más (subida de impuestos), lo que generará el consiguiente malestar entre la ciudadanía, de forma que «poblaciones enteras pueden ver cómo sus condiciones de vida cambian de la noche a la mañana no como resultado de sus decisiones, de sus esfuerzos o de sus errores, sino de flujos financieros o de poderosas voluntades especuladoras, hasta el punto de que las propias instituciones políticas no actúan en respuesta a las demandas de sus ciudadanos, sino tratando de suministrar a los mercados “buenas señales”»<sup>24</sup>.

Sin embargo, el anterior no sería el peor de los escenarios. Según el paradigma económico dominante, estos sacrificios de la ciudadanía serían transitorios, hasta la llegada de la nueva etapa de crecimiento y creación de empleo.

Pero, ¿y si el cambio de ciclo se atrasase y el Estado deudor no pudiera hacer frente a sus obligaciones con sus acreedores? ¿Y si en un vencimiento de deuda ésta no fuera renovada por los acreedores? En este supuesto entraría en escena la bancarrota estatal: la suspensión de pagos soberana (*default*).

El impago de la deuda soberana puede ser de la poseída por los acreedores nacionales (impago interno), por los extranjeros (impago externo) o por ambos tipos de acreedores<sup>25</sup>. La que nos interesa aquí es la segunda modalidad de las citadas, esto es, de la deuda de la titularidad de los acreedores extranjeros, y, de entre ellos, la que pueda ser ostentada por los fondos soberanos.

---

(Boletín Estadístico, capítulos 11 a 14), nota de prensa, 15 de marzo de 2013, pág. 1. Disponible en [http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/13/Arc/fic/presbe2013\\_11.pdf](http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/13/Arc/fic/presbe2013_11.pdf) Fecha de la consulta 22.3.2013.

<sup>22</sup> COMISIÓN EUROPEA, *Financial Assistance Programme for the Recapitalisation of Financial Institutions in Spain. Second Review of the Programme - Spring 2013. Occasional Papers 130, March 2013*, pág. 39. Disponible en

[http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/ReestructuracionSectorFinanciero/Archivo/Ficheros/comision\\_informeevaluacion032013en.pdf](http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/ReestructuracionSectorFinanciero/Archivo/Ficheros/comision_informeevaluacion032013en.pdf) Fecha de la consulta 22.3.2013.

<sup>23</sup> Así se desprende de las estadísticas de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera. Dato disponible en <http://www.tesoro.es/doc/EN/home/estadistica/02i.pdf> Fecha de la consulta 22.3.2013.

<sup>24</sup> OVEJERO, Félix, MARTÍ, José Luis y GARGARELLA, Roberto (coords.), *Nuevas ideas republicanas: autogobierno y libertad*, Barcelona, Paidós Ibérica, 2004, pág. 12.

<sup>25</sup> REINHART, Carmen M. & ROGOFF, Kenneth S., *This time is different. Eight Centuries of Financial Folly*, New Jersey, Princeton University Press, 2011, 13<sup>a</sup> ed., pág. xxvi.

Según Reinhart y Rogoff, entre 1800 y 2009 se produjeron, al menos, 250 episodios de impago de deuda soberana en manos de acreedores extranjeros<sup>26</sup>, al margen de los casos más remotos iniciados en la Inglaterra del siglo XIV, siendo muy escasos los países que nunca se han declarado en bancarrota (Mauritania, Taiwán, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Holanda, Noruega, Canadá, Estados Unidos, Australia y Nueva Zelanda, y algún otro más).

A lo largo del siglo XIX, incluso en el XX, las grandes potencias intervenían para hacer cumplir por la fuerza las deudas no pagadas por los Estados. Así, el Reino Unido invadió Egipto en 1882 y Estambul a raíz del impago turco de 1876, y los Estados Unidos intervinieron en Venezuela a mediados de 1890 a causa del impago de deuda, y ocuparon Haití en 1915 por idénticos motivos. Sin embargo, la idea de cobrar la deuda por la fuerza fue perdiendo vigencia, dados los enormes costes y riesgos que los Estados acreedores debían asumir<sup>27</sup>.

A pesar de ello, el marco jurídico internacional no ofrece garantías a los acreedores de que podrán recuperar las sumas prestadas de producirse el impago, en atención al régimen de inmunidad de que gozan los bienes ligados a la soberanía estatal<sup>28</sup>.

Ello nos conduce, aparentemente, a un callejón sin salida, pues si no se puede recuperar lo prestado ni por la fuerza ni por el Derecho, habría que plantearse qué induce a un Estado a prestar a otro. Realmente, como muestran Reinhart y Rogoff<sup>29</sup>, la necesidad de los Estados de acceder a los mercados de capitales, el mantenimiento del comercio y unas relaciones internacionales cada vez más amplias, explican los flujos de deuda, atendiendo, además, a las circunstancias concurrentes en cada situación concreta.

En este contexto, los prestamistas siempre tendrán margen para presionar a los deudores, y que éstos devuelvan todo o parte de lo debido.

En realidad, en la actualidad, los impagos soberanos no son totales, sino que, en un proceso de reestructuración de deuda, se procurará encontrar una solución que permita al Estado deudor pagar, y al acreedor recuperar, al menos, parte del capital prestado.

De este modo, el Estado deudor se garantizará, como mínimo, el poder seguir accediendo a los mercados de capitales internacionales, con la intención de rebajar paulatinamente el importe total de la deuda, o, en el peor de los casos, de ir renovando la deuda, que tenderá a convertirse en perpetua, lo cual, como es evidente, es poco sostenible y pone en entredicho los mismos conceptos de soberanía e independencia estatal.

Ahora bien, en el proceso de reestructuración de deuda, se combinarán compromisos estrictamente financieros (la reducción del importe de la deuda, la ampliación del plazo para

<sup>26</sup> REINHART y ROGOFF, op. cit., págs. 34, 44-46.

<sup>27</sup> REINHART y ROGOFF, op. cit., págs. 54-55.

<sup>28</sup> Para profundizar en los regímenes de inmunidad soberana, nos remitimos a LÓPEZ JIMÉNEZ, José María, "Un caso concreto de impago de deuda soberana: la retención en Ghana de una fragata argentina a petición de un fondo de inversión norteamericano", op. cit.

<sup>29</sup> REINHART y ROGOFF, op. cit., pág. 58.

pagarla, el aumento de los intereses a satisfacer, etcétera) con otros no financieros. La negativa del Estado deudor a aceptar los términos impuestos por el acreedor lo podrían llevar a la expulsión, de hecho, de los mercados de capitales internacionales para seguir financiándose, lo que, de acaecer, lo llevaría al caos y a la descomposición interna.

Cuando la presión se ejerce por acreedores internacionales privados, los compromisos no financieros de la negociación serán menores o inexistentes, pues su éxito consistirá en recuperar la inversión, en todo o en parte. Pero cuando la presión se pueda ejercer por un Estado sobre otro, a las imposiciones financieras se añadirán, potenciadas, las de otra naturaleza, propias de la competencia estatal y de la realidad cambiante de la política.

Por tanto, si la inversión de un fondo soberano en deuda pública de otro Estado fuera lo bastante sustancial, en primer lugar se produciría un drenaje de liquidez, vía pago de intereses, del segundo al primero.

De forma indirecta, antes de producirse un impago, o en las cercanías de un vencimiento de deuda, un determinado fondo soberano inversor podría presionar al Estado deudor para que, internamente, rebajara gastos o incrementara impuestos que permitieran seguir atendiendo la devolución del capital y el pago de los intereses (que, llegados a este punto, tenderían a ser cada vez mayores, al menos hasta que se recuperase, en su caso, la normalidad).

Y, por último, de forma directa, en una eventual negociación asociada a una situación de impago efectivo o de renovación de deuda vencida, el fondo soberano podría obligar al Estado deudor a aceptar obligaciones de naturaleza diversa de la financiera, siendo el margen de resistencia de éste escaso, ante el riesgo cierto de verse abocado a su expulsión de los mercados de capitales y al ulterior marasmo, quedando asomado al abismo.

## **INVERSIÓN DE FONDOS SOBERANOS EN EMPRESAS ESTRATÉGICAS**

Los fondos soberanos no solo pueden dirigir su liquidez a la suscripción o adquisición de deuda soberana, pues también pueden invertir en el sector privado.

Esta canalización del dinero de los fondos soberanos al sector privado puede venir salpimentada con acciones preliminares, tendentes a crear un ambiente propicio entre la población indígena. Por ejemplo, en 2008, el club de fútbol inglés Manchester City fue adquirido por 250 millones de euros por el *Abu Dhabi United Group for Investment and Development Limited*, vinculado a la familia real de Abu Dhabi, que, tras invertir 480 millones en fichajes, puso en marcha en 2011 un plan de desarrollo urbanístico en sus terrenos valorado en más de 1.120 millones de euros, logrando, complementariamente, entre otras cosas, un contrato para producir películas en Hollywood por valor de 800 millones de euros;

o el caso del Paris Saint-Germain, adquirido en 2011 en un 70%, por 50 millones de euros y la asunción de 30 millones de deuda, por el fondo soberano catari<sup>30</sup>.

No obstante, estas inversiones pueden resultar llamativas, pero, más allá de su alcance propagandístico, carecen de una vertiente estratégica, que sí se aprecia en la inversión directa en empresas destacadas en determinados sectores clave para una nación, como los de la electricidad, el gas, la energía o las telecomunicaciones.

Como ejemplo de ello tenemos la reciente adquisición, a cambio de 1.036 millones de euros, del 5,04% de la petrolera Repsol por el fondo soberano de Singapur Temasek, para configurar un paquete global que supera el 6,3% del capital social<sup>31</sup>.

El cuadro siguiente (fuente: Esade y Expansión<sup>32</sup>) nos confirma que el desembarco de fondos exteriores en el sector energético español es una realidad consolidada, siendo el papel jugado por los fondos soberanos destacado e intenso. El caso más llamativo es el de CEPSA, que fue adquirida en su totalidad por IPIC, fondo soberano de Abu Dhabi.

**Cuadro 1: Inversión pública extranjera en el sector energético español**

GRUPOS PÚBLICOS EXTRANJEROS TOMAN POSICIONES			
Participaciones accionariales en empresas energéticas españolas.			
	Fondo o grupo público extranjero	País	Participación (%)
<b>REPSOL</b>	Temasek*	Singapur	<b>6,3</b>
	Pemex**	México	<b>9,5</b>
	NBIM*	Noruega	<b>1,26</b>
<b>REPSOL BRASIL</b>	Sinopec**	China	<b>40</b>
<b>CEPSA</b>	IPIC*	Abu Dhabi	<b>100</b>
<b>IBERDROLA</b>	Qatar Holding*	Catar	<b>8,4</b>
	NBIM*	Noruega	<b>1,75</b>
<b>gasNatural fenosa</b>	Sonatrach**	Argelia	<b>4</b>
	NBIM*	Noruega	<b>0,91</b>
<b>endesa</b>	Enel**	Italia	<b>92</b>
	NBIM*	Noruega	<b>0,17</b>

\*Fondo soberano \*\*Grupo de titularidad o participación pública. Fuente: ESADEgeo y elaboración propia.

<sup>30</sup> INFORME SOBRE FONDOS SOBERANOS 2012, op. cit., pág. 44.

<sup>31</sup> "Repsol vende un 5% de su capital al fondo soberano de Singapur por 1.036 millones", *El País* (4-3-2013). Disponible en [http://economia.elpais.com/economia/2013/03/04/actualidad/1362388003\\_572301.html](http://economia.elpais.com/economia/2013/03/04/actualidad/1362388003_572301.html) Fecha de la consulta 22.3.2013.

<sup>32</sup> "Dinero público de medio mundo se 'enchufa' al sector energético español", *Expansión* (13-3-2013). Disponible en <http://www.expansion.com/2013/03/12/empresas/energia/1363101988.html> Fecha de la consulta 22.3.2013.

Desde el prisma de la base legal europea, la libre circulación de capitales fue consagrada por el Tratado de Maastricht (art. 73b) y Ámsterdam (art. 56), y, en la actualidad, se plasma en el art. 63 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE). Aunque para las inversiones entre Estados miembros es muy difícil imponer limitaciones, en las inversiones entre terceros y Estados miembros, los artículos 64 y 66 del TFUE permiten al Consejo Europeo imponer restricciones en determinados casos<sup>33</sup>.

Quizás los Estados han encontrado a través de los fondos soberanos de inversión la palanca que les permite eludir los controles y protecciones legislativas que, por ejemplo, en la Unión Europea se dieron con las *golden share* en sectores considerados estratégicos por los Gobiernos (habitualmente, transporte, energía, comunicaciones y defensa).

Lo importante, en la línea del pensamiento económico clásico, es que los poderes públicos deben orientarse a evitar arbitrariedades de los operadores del mercado, impidiendo abusos y asegurando el bienestar económico y moral de los ciudadanos<sup>34</sup>.

Se suscita, pues, un interesante debate: ¿se pueden imponer criterios en cuanto a sus inversiones y comportamientos mínimos a estos nuevos actores de la escena internacional? ¿Serían convenientes unas mismas reglas del juego para todos los inversores institucionales? ¿No es una extraordinaria paradoja que fondos soberanos de países no democráticos actúen siguiendo los patrones del capitalismo económico para intervenir, y en algunos casos desvirtuar, la economía liberal de esos mismos países a los que critican? ¿Son los fondos soberanos de inversión una herramienta para una «nueva colonización»?

Limitar la inversión no es sin duda la solución. Abordar soluciones profundas y más amplias para resolver problemas integrales, replanteando nuevas políticas, parece más adecuado y profundo, pero también hay que tener más coraje político para enfrentarse a ello.

Por el momento, estos fondos invierten con cautela y discreción, y no parece que estén tomando el control societario de ninguna de las empresas en las que invierten, contentándose con participar en su gestión a través de los mecanismos mercantiles establecidos al efecto y con percibir sus dividendos.

Cuando un fondo soberano invierte en deuda pública, adquiere el derecho a que se le abonen los intereses correspondientes. Sin embargo, cuando un fondo invierte en una empresa privada, cuando adquiere parte de su capital social, la titularidad de las acciones le permitirá, además del cobro de dividendos, participar en la gestión de la empresa, votando

---

<sup>33</sup> SEGRELLES, Jorge, "Fondos Soberanos y sector energético: ¿problema o solución?", ARI 32/2008 (25/3/2008), *Real Instituto Elcano*, disponible en <http://www.iade.org.ar/uploads/c87bbfe5-859c-8465.pdf> Fecha de la consulta 22.3.2013.

<sup>34</sup> LASALLE, José María, *Liberales, compromiso cívico con la virtud*, Madrid, Editorial Debate, 2010.

en la junta general de accionistas, o, incluso, nombrando vocales en el consejo de administración, para que adopten las decisiones de la gestión cotidiana de la empresa. El inversor disfrutará de un amplio derecho a obtener información de la sociedad mercantil de que se trate.

El interés financiero implícito en una inversión en una empresa privada será percibir dividendos, y vender, llegado el momento, las acciones por un precio mayor que el de adquisición (plusvalías), lo que ya de por sí podría facilitar la aparición de burbujas en un determinado sector.

Pero la titularidad de acciones también concede al inversor los llamados derechos políticos (desde la perspectiva mercantil), que, como decíamos, le permitirán acceder a la información societaria y a participar activamente en la toma de decisiones de la empresa.

Si el fondo soberano se hace con el control de una empresa estratégica, podrá acceder a información «delicada», no solo para la empresa sino para la economía del país en que ésta radique, y podrá gestionarla, dentro de ciertos límites, de la forma que más le interese. A su vez, al igual que comprobamos con la inversión en deuda pública, se producirá un drenaje de recursos financieros a través del pago de dividendos, entre otras formas posibles, tales como la firma de contratos, la contratación de personal, etcétera.

Nada obsta a que cualquier accionista de una sociedad anónima pueda desarrollar estas facultades, pero en empresas de gran volumen, que prestan servicios esenciales para la comunidad, el legítimo ejercicio de las facultades mercantiles puede llevar implícito una manifiesta intencionalidad estratégica, particularmente perceptible cuando el inversor es un fondo soberano.

## CONCLUSIONES

La canalización de liquidez de los países capaces de generar riqueza hacia los que atraviesan situaciones de crisis, con la mediación de los fondos soberanos, es un fenómeno reciente que debe ser valorado positivamente.

Se aprecia que la resolución de los conflictos entre Estados por la fuerza va dando paso, paulatinamente, al margen de las soluciones brindadas por el Derecho Internacional Público, a una confrontación incruenta en el campo de la economía, el comercio y las finanzas.

Los fondos soberanos, que se hallan controlados, en último término, por Estados, pueden ser una de las manifestaciones de esta nueva arena en la que se enfrentan las entidades soberanas, por lo que es de vital importancia que se manifiesten, desde un principio, las verdaderas intenciones de los fondos, que pueden ser financieras o estar impregnadas de contenido político.



Como formas a través de las cuales un fondo soberano podría ejercer presión sobre otro Estado hemos identificado dos: la que potencialmente se podría ejercer en virtud de la adquisición de deuda pública, en el caso de un impago actual o inminente de la misma, con la amenaza de la exclusión de los mercados de capitales internacionales; y el eventual comportamiento estratégico que se podría desarrollar mediante la adquisición de paquetes accionariales significativos de empresas privadas que prestan servicios esenciales para un país determinado.

*José M<sup>a</sup> López Jiménez  
Daniel Coronas Valle  
Abogados*

---

**\*NOTA:** Las ideas contenidas en los *Documentos de Opinión* son de responsabilidad de sus autores, sin que reflejen, necesariamente, el pensamiento del IEEE o del Ministerio de Defensa.